

China Wind Power (182 HK)

Top pick solar farm operator with large potential

Buy

(Initial coverage)

Target Price: HK\$ 1.10

China Wind Power (182 HK) has become a solar farm pure-play. Compared with clean energy peers in HK stock market, the company has the following advantages: 1) Pure solar farm operators are scarce in HK stock market; 2) Wind farm operators can be taken as references for valuation; 3) Investment from Huadian Fuxin (816 HK) enhances shareholder background and its financing capability; 4) The company has abundant cash in hand and potential business collaboration opportunity with Huadian Fuxin; 5) We project earnings to more than triple in 2 years as a result of expected solid installation growth of solar farms. We derive our TP of HK\$1.10 from DCF valuation, with a BUY rating for initial coverage, implying 25.3x 2014P/E and 17.7x 2015P/E.

Investment from Huadian Fuxin enhances shareholder background and investor confidence. Pending for confirmation of this deal, the company could provide EPC service of 3.5GW for Huadian Fuxin. Based on net profit margin of 8% and construction cost of RMB 8/w, EPC service can generate RMB 2.24 billion profit, which is sufficient to develop solar farms of 1.4GW.

Limited earnings risks in the short-term. Progress of collaboration with Huadian Fuxin will be potential catalyst. According to our forecast, net profit growth rate of FY2013-2015 will be 296%, 139% and 43% respectively since the company's solar installation is expected to increase significantly. The company has RMB 1.6 billion cash in hand, which can develop solar farm of 1GW and generate net profit of RMB 0.375-0.45 billion per year even without the consideration of the collaboration.

Valuation and rating: The company is now trading at 17.5x 2014 P/E, which is higher than the average level of HK industry peers (14.78x 2014 P/E). However, we believe the valuation is fair as most of the peers are wind farm operators. Their valuation may be harmed by potential tariff cut, slowing growth rate and etc. China Wind Power has become a solar farm pure-play. Compared with clean energy peers in HK stock market, the company has its own advantages. We derive our HK\$1.10 TP from DCF valuation, with a BUY rating for initial coverage, implying 25.3x 2014P/E and 17.7x 2015P/E.

Catalysts: Annual results announcement, new progress of the collaboration, new incentive policies. **Risk factors:** Uncertainty in collaboration details with Huadian Fuxin; grid curtailment of solar farms; slower-than-expected solar farm development.

Financials

RMB mn	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	1283	1325	2164	4188	5730
Growth(%)	3%	3%	63%	94%	37%
Net income	372	40	160	383	548
Growth(%)	-13%	-89%	296%	139%	43%
EPS(RMB)	0.05	0.01	0.02	0.04	0.06
DPS(RMB)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E(x)	13.9	128.2	32.5	16.1	11.3
P/B(x)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
ROE(%)	8.3%	0.9%	3.5%	7.7%	9.9%

Source: Company data, CMS (HK) estimate

Current price: HK\$0.76

China Merchants Securities (HK)
Yin Lei, Deng Liangsheng
+86-755-82852939
yinlei@cmschina.com.cn

5 Mar 2014

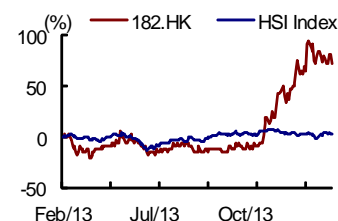
Key data

HSI Index	22500.67
HSCEI Index	9751.65
S/O(mn)	8063
S/O (HK mn)	8063
Mkt cap (HK\$) (mn)	5483
BVPS(HKD)	0.62

Major shareholder	Holding (%)
Free float	41%
Industry	Wind power

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	15	114	99
Relative	11	10	96



Source: Bloomberg

Related research

中国风电(182.HK)

确定性最高的光伏运营商

中国风电正在转型成为港股纯粹的光伏运营商。与清洁能源运营同业相比，公司的竞争优势在于：**1) 港股光伏运营商目前具有稀缺性；2) 估值可以参考风电运营商；3) 华电福新入股，增强了公司股东背景和融资能力，未来与华电福新合作潜力巨大；4) 在手现金充裕，短期配股压力小；5) 2013-15E 盈利随着光伏装机大幅增长。我们采用 DCF 方法推导出中国风电 12 个月目标价为 1.10 港币，对应 2014~2015 预测 P/E 分别为 25.3x、17.7x。首次给予“买入”评级，目标价 HK\$1.10。**

华电福新入股增强了公司的股东背景和投资者信心。倘若与华电福新业务合作最终敲定，公司将为华电福新做 3.5GW 风电 EPC 及维护服务，按 8% 净利润率、8 元/w 造价计算，合计可产生净利 22.4 亿元 RMB，可开发光伏电站 1.4GW。

公司盈喜已发、短期无业绩风险，未来需等待与华电福新的合作进度。 受益于 EPC 业务和光伏装机增长，公司 2013-2015 年预测净利润增速分别为 296%、139%、43%。公司在手现金接近 16 亿人民币，即使与华电福新的业务合作未达成，在手现金也可以开发 1GW 电站，对应每年产生净利润 3.75~4.5 亿元人民币。

估值与评级 公司当前股价对应 2014 年 P/E、P/B 分别为 17.5x、1.3x，略高于港股清洁能源运营商平均估值（2014 年 P/E 14.78x、1.56x）。但是其他清洁能源供应商大多为风电运营商，存在电价下调预期、业绩增速放缓、CDM 减值等影响估值因素。公司正在转型成为光伏运营商，与同业相比，我们觉得公司拥有独特优势。我们采用 DCF 方法推导出中国风电 12 个月目标价为 1.10 港币，对应 2014~2015 预测 P/E 分别为 25.3x、17.7x。首次给予“买入”评级，目标价 HK\$1.10。

股价催化剂包括年报业绩发布、与华电福新合作取得新进展、国家继续出台光伏扶持性政策。**风险因素**包括与华电福新业务合作细节尚未落实；光伏电站限电；项目开发进度不达预期。

盈利预测及估值

RMB 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	1283	1325	2164	4188	5730
同比增长 (%)	3%	3%	63%	94%	37%
净利润	372	40	160	383	548
同比增长 (%)	-13%	-89%	296%	139%	43%
每股盈利 (元)	0.05	0.01	0.02	0.04	0.06
每股股息 (元)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率 (x)	13.9	128.2	32.5	16.1	11.3
市净率 (x)	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1
ROE (%)	8.3%	0.9%	3.5%	7.7%	9.9%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

买入

(首次覆盖)

目标价：HK\$ 1.10

现价：HK\$0.76

招商证券(香港)研究部
殷磊, 邓良生
+86-755-82852939
yinlei@cmschina.com.cn

2014 年 3 月 5 日

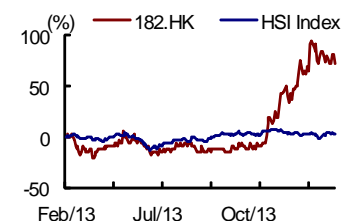
基础数据

恒生指数	22500.67
H 股指数	9751.65
总股数 (百万股)	8063
港股股数 (百万股)	8063
港股市值 (港元百万)	5483
每股净资产 (港元)	0.62

主要股东	持股 (%)
自由流通量	41%
行业	风电

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	114	99
相对恒指表现	11	10	96

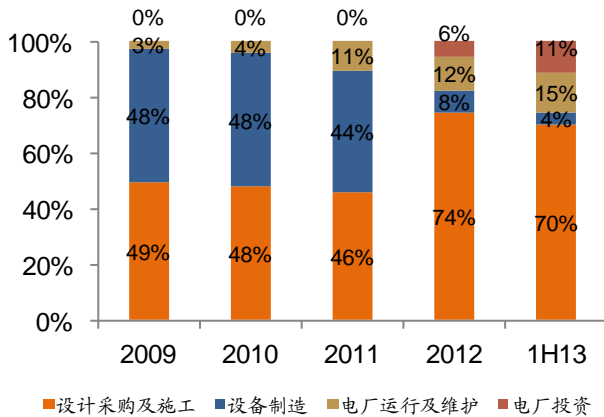


资料来源：彭博

相关报告

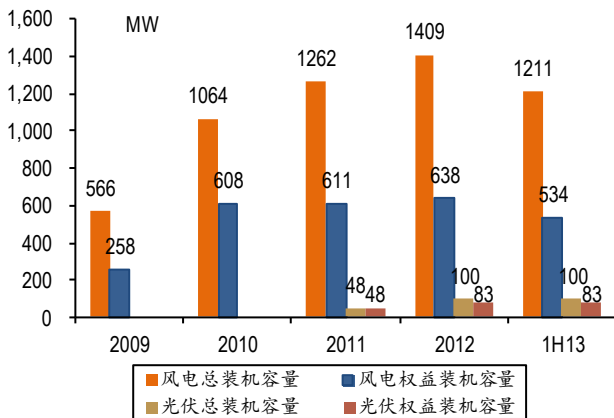
核心图表

图表 1: 公司营业收入结构



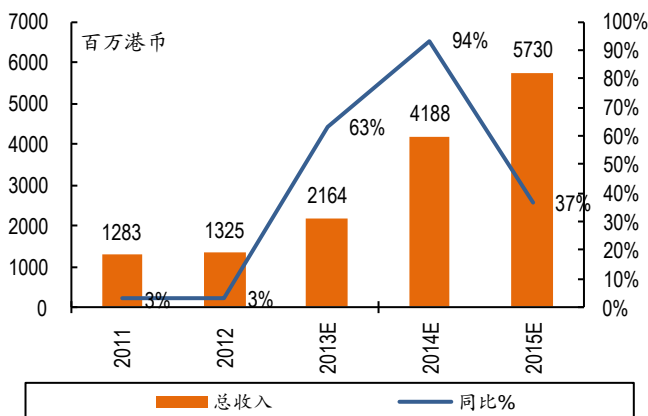
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表 3: 公司风电、光伏装机数据



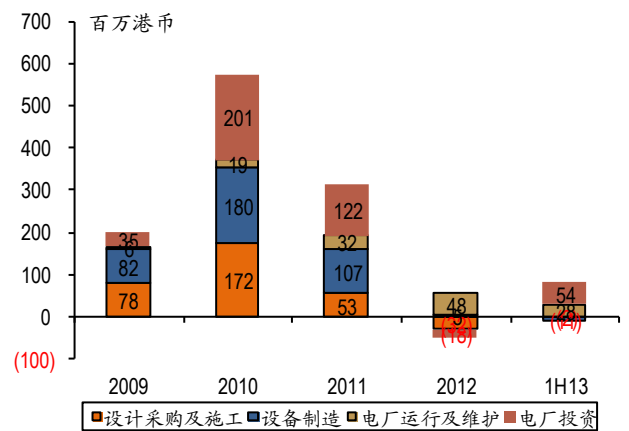
资料来源: 公司资料

图表 5: 公司营收预测及同比增速



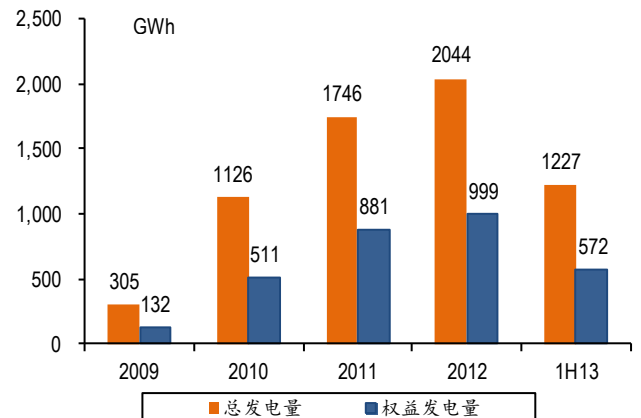
资料来源: 招商证券(香港)预测

图表 2: 公司营业利润分布



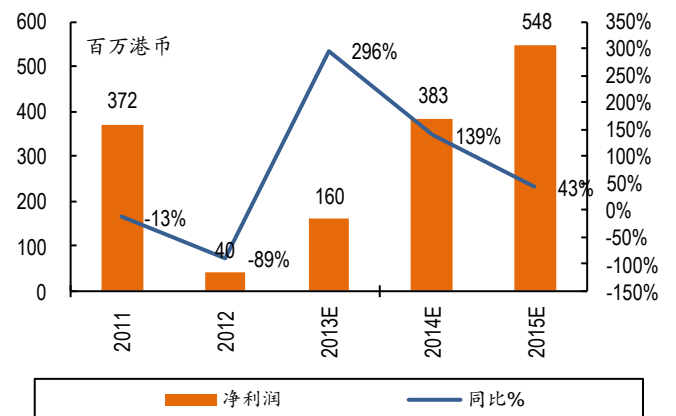
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图表 4: 公司总发电量和权益发电量



资料来源: 公司资料

图表 6: 公司净利润预测及同比增速



资料来源: 招商证券(香港)预测

股价催化剂-华电福新入股

- 2013年12月，公司与华电福新(816.HK)签订认购及业务合作协议：
 - 华电福新同意按每股0.43港币认购公司8.8亿新股份，占现有已发行股本约10.92%、扩大后股本约9.84%，认购代价合计3.78亿港元；
 - 公司正式批准或初步批准的风电项目合计3.5GW，华电福新有权评估是否收购或者参与开发相关项目。倘若华电福新决定收购或者参与开发相关项目，公司拥有提供EPC及维护服务的优先权。另外，公司拥有为华电福新的光伏项目提供EPC及维护服务的优先权。公司有权参股华电福新后续发展的光伏项目。

点评：1) 华电福新是华电集团的清洁能源平台，其入股中国风电，增强了公司的股东背景和投资者信心；2) 通过向市场和华电福新配股，公司两次融资获得现金6.36亿港元；3) 倘若与华电福新业务合作最终敲定，公司将为华电福新做3.5GW风电EPC及维护服务，按8%净利润率、8元/w造价计算，合计可产生净利22.4亿元RMB，可开发光伏电站1.4GW。

- 公司于2014年1月2日发布公告，预计2013财年净利润将同比大幅增加，主要原因是风电和光伏电厂所产生的发电量及EPC收入增加所致。同时，公司还披露截至2013年底，公司持有现金及现金等价物超过17亿港元（不含华电福新认购所得3.78亿港元），即截至目前持有现金预计超过20亿港元，按8元/w、20%自有资金计算，已足够开发1GW光伏项目。

点评：1) 公司盈利预喜已发，短期已无业绩风险，未来需等待与华电福新的合作进度；2) 根据我们的预测，公司2013年净利润将同比增长296%；3) 公司在手现金接近16亿人民币，即使与华电福新的业务合作未达成，在手现金也可以开发1GW电站，对应每年产生净利润3.75~4.5亿元人民币。

- 国家能源局于2月下达通知，2014年新增光伏装机总规模14GW，其中分布式8GW、地面式6GW。各省市2014年新增享受国家补贴资金的光伏发电项目备案总规模原则上不得超过下达的规模指标，超出规模指标的项目不纳入国家补贴资金支持范围。对于光伏电站建设规模较大的省市，如发生限电情况，将调减当年建设规模，并停止批复下年度新增备案规模。

点评：1) 2014年国家能源局光伏规划定为14GW，同比增长40%，并且在规划里面考虑到了西部地区可能的限电情况，我们认为利好国内光伏行业健康发展；2) 中国风电(182.HK)的光伏项目不仅有路条，而且还解决了与当地电网的接入问题，属于比较优质项目资源，否则华电福新可能也不会考虑合作。

预测 2014-2015E 盈利增长强劲

公司的营业收入主要包括风场 EPC 安装+设计咨询+塔筒、EPC 维护和光伏售电收入；风场运营收入体现在权益性投资损益中。我们预测公司 2013~2015 年营业收入分别为 21.64、41.88、57.30 亿港元，同比分别增长 63%、94%、37%；净利润分别为 1.60、3.83、5.49 亿港元，同比分别增长 296%、139%、43%。预测收入大幅增长的主要驱动因素是风电场 EPC 数量增加以及光伏售电收入的增长。

图表 7: 中国风电利润表推测

百万元 港币	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1283	1325	2164	4188	5730
EPC 安装+设计咨询+塔筒			1890	3780	4914
EPC 安装			1750	3500	4550
EPC 风场数量			5	10	13
EPC 单个风场收入			350	350	350
EPC 设计咨询+塔筒			140	280	364
风场数量			5	10	13
单个风场收入			28	28	28
EPC 维护			144	180	216
EPC 维护数量			40	50	60
EPC 单个风场维护收入			3.6	3.6	3.6
其他收入 (光伏售电)	18	25	130	228	600
其他收益净额	284	200	0	0	0
汇兑收益净额	22	0	0	0	0
营业费用	885	1127	1906	3685	4927
建设及已售存货成本	569	792	1736	3415	4454
EPC 安装+设计咨询+塔筒			1644	3289	4275
EPC maintenance			72	90	108
其他成本			20	36	71
雇员福利开支	190	157	120	132	145
折旧及摊销 (2 个相加)	15	47	50	138	328
经营租赁款	8	17	0	0	0
其他开支	103	114	30	0	0
营业利润	398	198	228	503	803
利息支出	65	86	91	108	226
利息收入	0	0	4	3	3
权益性投资损益	171	1	60	84	109
除税前利润	504	113	201	481	689
所得税	132	72	40	96	138
少数股东损益	0	1	1	2	3
净利润	372	40	160	383	548

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

估值评级

首次给予“买入”评级，目标价 HK\$1.10。我们采用 DCF 方法推导出中国风电 12 个月目标价为 1.10 港币，对应 2014~2015 预测 P/E 分别为 25.3x、17.7x。我们假设公司加权平均资本成本为 9.3%，采用了 4.6% 的无风险利率、11% 的股权风险溢价、0.94 的贝塔系数、8.5% 的税前债务成本；另外，我们假设公司永续增长率为 2%。

图表 8: WACC&DCF 计算

WACC 计算		DCF 目标价 (HK\$ mn)	
无风险利率-%	4.6%	现金流现值	1,828
贝塔	0.94	2022 年 FCF	1,319
风险溢价-%	11%	永续增长率	2%
权益成本-%	14.9%	终值折现值	8,501
债务成本-%	8.5%	企业价值	10,329
税率%	20%	净债务	648
税后债务成本-%	6.8%	权益价值	9,681
目标负债率-%	70%	股份数 (百万)	8,818
WACC-%	9.3%	DCF 目标价	HK\$1.10

资料来源：招商证券（香港）

公司估值仍然合理。公司当前股价对应 2014 年 P/E、P/B 分别为 17.5x、1.34x，略高于港股清洁能源运营商平均估值（2014 年 P/E 14.78x、1.56x）。但是其他清洁能源供应商大多为风电运营商，存在电价下调预期、业绩增速放缓、CDM 减值等影响估值因素。公司正在转型成为光伏运营商，与同业相比，我们觉得公司的独特优势在于：

1. 港股光伏运营商目前具有稀缺性，估值可以参考风电运营商。
2. 华电福新入股，增强了公司股东背景和融资能力。
3. 在手现金充裕，短期配股压力小，未来与华电福新合作潜力巨大。

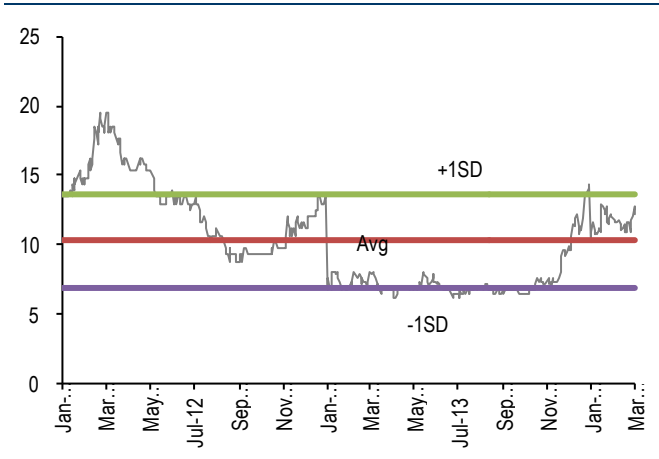
风险提示：与华电福新业务合作细节尚未落实；光伏电站限电；项目开发进度不达预期。

图表 9: 港股清洁能源运营商同业比较

公司	代码	货币	股价	市值(mil)	P/B(x)			P/E(x)			ROE(%)		
					2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
中国风电	182 HK	HKD	0.76	6127.52	1.26	1.22	1.34	139.14	35.25	17.51	0.91	3.47	7.66
龙源电力	916 HK	CNY	9.53	77132.00	1.97	1.88	1.71	20.06	20.22	15.62	9.94	9.58	11.43
大唐新能源	1798 HK	CNY	1.59	11565.18	1.01	0.98	0.92	34.96	20.98	12.97	2.98	4.32	6.90
华能新能源	958 HK	CNY	3.45	31150.79	1.94	1.74	1.60	39.58	22.02	15.69	5.09	8.49	10.69
华电福新	816 HK	CNY	4.14	33035.51	2.33	2.09	1.79	19.51	16.06	13.77	13.42	13.31	14.40
京能清洁能源	579 HK	CNY	4.88	31609.78	N/A	2.29	2.01	27.59	18.57	13.09	N/A	12.93	16.45
港股平均值					1.70	1.70	1.56	46.80	22.18	14.78	6.47	8.68	11.25

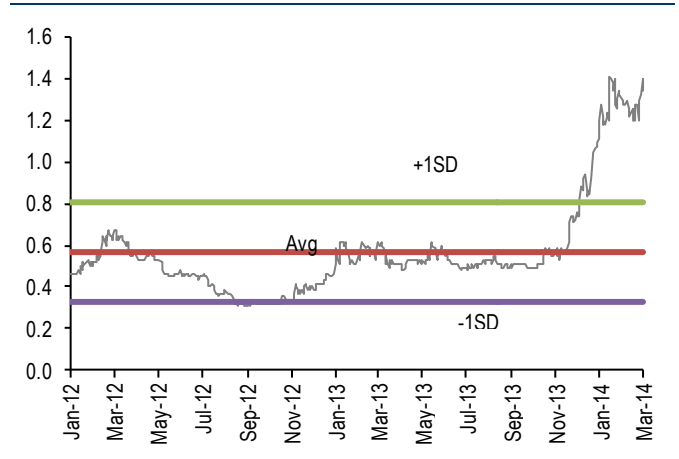
资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图表 10: 中国风电 Forward P/E Band



资料来源: 招商证券(香港)

图表 11: 中国风电 Forward P/B Band



资料来源: 招商证券(香港)

附录

公司采用纵向一体化商业模式。中国风电是一家专业从事风力和光伏发电业务的集团公司，是目前港股市场上唯一一家具有纵向集成一体化商业发展模式的清洁能源运营商。公司以风力和光伏发电投资营运、风力和光伏发电服务业务（包括项目前期开发、技术咨询、电厂设计、电厂建设与安装调试、电厂专业运行及维修维护服务、风机塔筒制造）为主营业务。

图表 12: 纵向一体化能有效降低发电成本、保证项目质量和工期



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

公司管理团队具有丰富的行业经验。公司于 2013 年 12 月先后向市场和华电福新(816.HK)配股，截至 1 月 21 日公司股权分布如下：China Wind Power Investment Limited 持股 22.63%、Gain Alpha 持股 22.37%、华电福新持有 9.84%、Guangfeng International Holdings Limited 持有 1.29%、Pine Coral Limited 持有 0.22%、其他公众股东持有 43.64%。

公司执行董事刘顺兴先生、王迅先生、杨智峰先生及刘建红女士合计间接持有 China Wind Power Investment Limited 88.02% 股份；公司副主席兼执行董事高振顺先生全资拥有 Gain Alpha；董事局主席刘顺兴先生持有 Guangfeng International Holdings Limited 99% 股份；执行董事高颖欣女士全资持有 Pine Coral Limited。公司管理团队兼具电力新能源专业经验和资本市场融资经验，管理团队数人曾在国家发改委、电监会、中节能、协鑫集团等机构任职；管理团队合计持股比例 46.51%。

公司风电发展模式灵活。截至 2013 年 10 月，公司拥有运营风电场 23 个，总装机容量 1.26GW、权益装机容量 566.2MW。公司共有 2.43GW 风电项目列入国家能源局“十二五”第一批、第二批和第三批核准计划。公司拥有 1.33GW 已核准待建项目、2.4GW 获得政府允许开展前期工作批复的项目，还与各地政府签订了风资源独家开发协议 28GW 以上。公司采取轻资本化模式，与国企、央企合资开发建设、建成后出售股权，回避了民企在电站开发方面的融资劣势。

图表 13: 公司风电业务发展历程

中国的风电发展趋势



CWP的风电发展



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图表 14: 在建风场总装机容量 338MW; 权益装机容量 225MW

项目名称	省份	容量 (MW)	CWP 占股比例%	电价 (元/kwh)	状态
萧县官山	安徽	48	49%	0.61	在建
宿州符离	安徽	48	49%	0.61	在建
荆门子	湖北	48	69.4%	0.67	已开工
鹤壁火龙岗	河南	49.5	69.4%	0.61	已开工
烟台高瞳	山东	48	100%	0.61	已开工
泗洪	江苏	48	30%	0.61	已核准
江华	湖南	48	100%	0.61	已核准

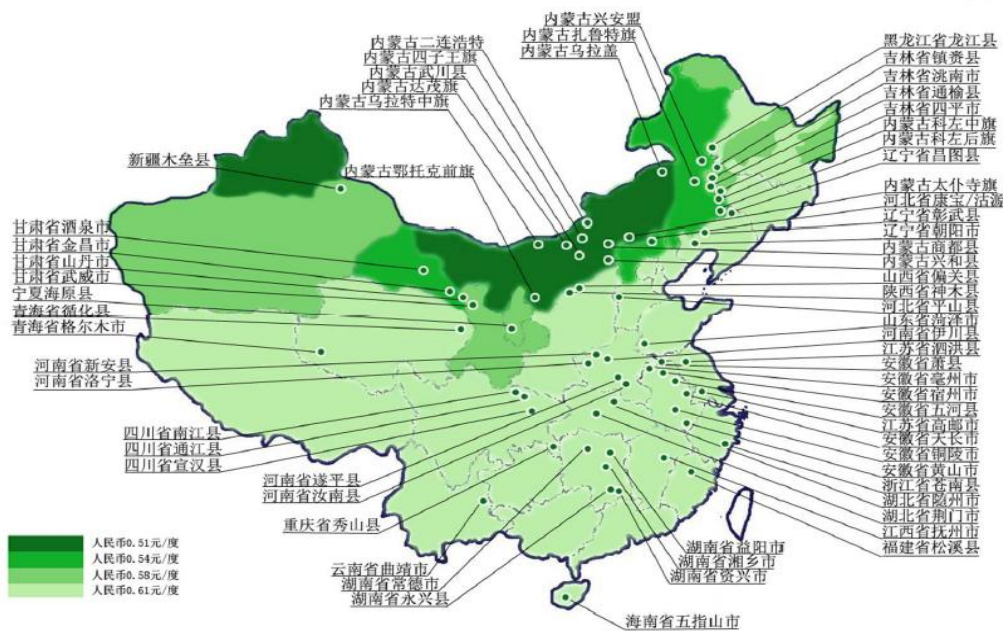
资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图表 15: 已投运风场总装机容量 1.26GW; 权益装机容量 566MW

年份	项目名称	省份/国家	容量 (MW)	CWP 占股比例%	电价 (元/kwh)
2006	昌图一期	辽宁	50.25	25%	0.64
2008	太旗一期	内蒙	49.5	49%	0.52
2008	二连浩特一期	内蒙	21	49%	0.52
2009	林场一期	吉林	49.5	49%	0.61
2009	马鬃山	辽宁	49.5	24.5%	0.61
2009	曲家沟	辽宁	49.5	24.5%	0.61
2009	扎旗一期	内蒙	49.5	49%	0.54
2009	黑鱼泡一期	吉林	49.5	49%	0.61
2010	武川义合美	内蒙	49.5	46%	0.51
2010	花灯一、二期	内蒙	99	49%	0.54
2010	扎旗二、三期	内蒙	99	49%	0.54
2010	瓜州	甘肃	201	51%	0.52
2011	开鲁	内蒙	49.5	49%	0.54
2011	头之箭	内蒙	49.5	51%	0.51
2011	马牛虎	辽宁	49.5	30%	0.61
2011	古力本皋	辽宁	49.5	30%	0.61
2012	黑鱼泡三、四期	吉林	99	49%	0.58
2012	天长	安徽	48	49%	0.62
2013	朝阳万家	辽宁	48	30%	0.61
2013	江华	湖南	48	69.4%	0.61

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图表 16: 公司风资源储备项目 28GW 以上



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

光伏电站运营将成为公司未来的核心业务。公司自 2010 年起进入光伏业务领域，目前拥有运营光伏电站 8 个（总装机容量 150MW、权益装机 133.3MW）。公司目前还拥有已核准待建项目 410MW，获得开展前期工作许可项目 530MW，与各地政府签订了光伏资源独家开发协议 5GW 以上。截至 2013 年底，光伏权益装机占总权益装机 19%，预计到 2014 年底达到 40% 以上。

图表 17: 公司光伏业务发展历程



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图表 18: 已投运光伏项目总装机容量 150MW; 权益装机容量 133.3MW

年份	项目名称	省份/国家	容量 (MW)	CWP 占股比例%	电价 (元/kwh)
2011	德令哈一期	青海	30	100%	1.15
2011	宿迁	江苏	8.88	49%	2.40
2011	武威	甘肃	9	100%	1.15
2012	共和	青海	30	60%	1.00
2012	德令哈二期	青海	20	100%	1.00
2012	夏威夷屋顶光伏	美国	0.9	100%	0.39 美元
2012	纽约屋顶光伏	美国	1	100%	42928 美元/月
2013	永仁	云南	50	97%	1.00

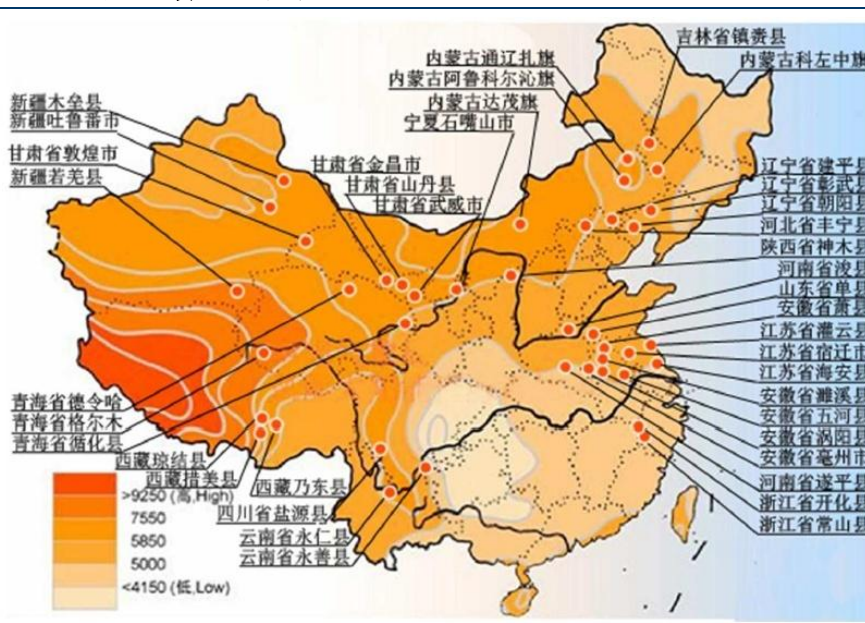
资料来源：公司资料，招商证券（香港）

图表 19: 在开发光伏项目总装机容量 420MW; 权益装机容量 412MW

项目名称	省份	容量 (MW)	CWP 占股比例%	电价 (元/kwh)	状态
德令哈三期	青海	20	100%	1.00	在建
乃东	西藏	20	100%	1.15	已开工
盐源	四川	30	100%	0.95	设计阶段
榆神	陕西	200	100%	0.95	设计阶段
鄯善	新疆	20	100%	0.90	已开工
吐鲁番	新疆	20	100%	0.90	已核准
共和二期	青海	20	60%	0.95	已核准
嘉峪关	甘肃	50	100%	0.95	已核准
平原	山东	40	100%	1.00	已核准

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图表 20: 公司光伏资源独家开发储备项目 5GW 以上



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

附：財務預測表

資產負債表

單位：百萬港幣	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流動資產	2685	2936	3952	7299	9956
現金	1064	731	333	307	411
交易性投資	0	0	0	0	0
應收票據	0	0	0	0	0
應收款項	500	367	600	1161	1588
其它應收款	813	1627	2658	5145	7039
存貨	308	210	361	686	918
其他	0	0	0	0	0
非流動資產	4817	4572	4777	5372	6110
長期股權投資	2024	1813	1813	1813	1813
固定資產	1287	1248	1453	2048	2785
無形資產	1480	1474	1474	1474	1474
其他	27	38	38	38	38
資產總計	7501	7508	8729	12672	16066
流動負債	2033	1732	2792	6350	9193
短期借款	844	1008	1732	3296	4407
應付賬款	35	55	55	55	55
預收賬款	157	84	0	1085	2173
其他	997	585	1005	1913	2558
長期負債	995	1321	1321	1321	1321
長期借款	974	1298	1298	1298	1298
其他	20	23	23	23	23
負債合計	3027	3053	4113	7671	10514
股本	74	74	74	74	74
資本公積金	1298	1264	1424	1807	2355
留存收益	3103	2761	2761	2761	2761
少數股東權益	0	1	2	4	7
母公司所有者權益	4474	4454	4614	4997	5545
負債及權益合計	7501	7508	8729	12672	16066

現金流量表

單位：百萬元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
經營活動現金流	330	321	(48)	(450)	(70)
淨利潤	372	40	160	383	548
折舊與攤銷	32	32	34	45	62
營運資本變動	352	352	(270)	(901)	(797)
其他非現金調整	(426)	(104)	27	24	117
投資活動現金流	(1442)	(747)	(175)	(553)	(687)
資本性支出	(1910)	(706)	(240)	(640)	(800)
出售固定資產	0	0	0	0	0
投資增減	295	811	0	0	0
其它	762	116	64	87	112
籌資活動現金流	1434	94	(175)	977	861
債務增減	1498	244	(84)	1085	1087
股本增減	1	0	0	0	0
股利支付	0	74	0	0	0
其它籌資	(65)	(76)	(91)	(108)	(226)
其它調整	0	(148)	0	0	0
現金淨增加額	331	(332)	(398)	(26)	104

資料來源：公司報表、招商證券（香港）

利潤表

單位：百萬港幣	2011	2012	2013E	2014E	2015E
營業收入	1283	1325	2164	4188	5730
銷售收入	959	1100	2034	3960	5130
其他收入	18	25	130	228	600
其他收益淨額	284	200	0	0	0
匯兌收益淨額	22	0	0	0	0
營業費用	885	1127	1936	3685	4927
建設及已售存	569	792	1736	3415	4454
雇員福利開支	190	157	120	132	145
折舊及攤銷	15	47	50	138	328
其他開支	103	114	30	0	0
營業利潤	398	198	228	503	803
利息支出	65	86	91	108	226
利息收入	0	0	4	3	3
權益性投資損	171	1	60	84	109
除稅前利潤	504	113	201	481	689
所得稅	132	72	40	96	138
少數股東損益	0	1	1	2	3
淨利潤	372	40	160	383	548
EPS (港幣)	0.05	0.01	0.02	0.04	0.06

主要財務比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成長率					
營業收入	3%	3%	63%	94%	37%
營業利潤	12%	-50%	15%	121%	60%
淨利潤	-13%	-89%	296%	139%	43%
獲利能力					
毛利率	31.0%	14.9%	10.5%	12.0%	14.0%
淨利率	29.0%	3.0%	7.4%	9.1%	9.6%
ROE	8.3%	0.9%	3.5%	7.7%	9.9%
ROIC	7.5%	1.2%	3.9%	6.4%	8.1%
償債能力					
資產負債率	40.4%	40.7%	47.1%	60.5%	65.4%
淨負債比率	15.1%	18.4%	14.9%	18.8%	21.6%
流動比率	1.3	1.7	1.4	1.1	1.1
速動比率	1.2	1.6	1.3	1.0	1.0
營運能力					
資產周轉率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
存貨周轉率	5.0	4.3	6.8	7.0	6.1
應收帳款周轉率	1.3	0.8	0.8	0.9	0.8
應付帳款周轉率	1.7	1.2	1.4	1.5	1.3
每股資料(元)					
每股收益	0.05	0.01	0.02	0.04	0.06
每股經營現	0.04	0.04	-0.01	-0.05	-0.01
每股淨資產	0.61	0.60	0.62	0.57	0.63
每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	15.1	139.1	35.2	17.5	12.2
PB	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.7	42.0	30.2	14.2	8.3

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告做出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828